

## 东方航空 (600115.SH)

## 航空运输行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

市价(人民币): 4.47元

目标(人民币): 5.20元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	4,388.21
流通港股(百万股)	3,494.32
总市值(百万元)	504.06
年内股价最高最低(元)	5.73/3.54
沪深300指数	2449.18
上证指数	2185.49



## 相关报告

1. 《低运力投放影响收入增速;》, 2012.5.1

黄金香 分析师 SAC 执业编号: S1130511030022  
(8621)61038325  
huangjx@gjzq.com.cn

## 经营提升显著、旺季弹性带来行情

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.477	0.433	0.419	0.497	0.619
每股净资产(元)	1.38	1.81	2.10	2.47	2.96
每股经营性现金流(元)	0.93	1.19	1.24	1.56	1.71
市盈率(倍)	13.79	8.77	10.66	9.00	7.22
行业优化市盈率(倍)	43.43	32.04	32.04	32.04	32.04
净利润增长率(%)	896.84%	-9.18%	-3.23%	18.40%	24.68%
净资产收益率(%)	34.54%	23.91%	19.95%	20.12%	20.93%
总股本(百万股)	11,276.54	11,276.54	11,276.54	11,276.54	11,276.54

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **三季度国际航线有望量价齐升:** 日本地震造成去年基数偏低, 以及日美等放松对华签证利好出境游旅客增加, 使得国际航线保持快速增长的态势; 而在欧美长航线中, 国外公司航空时刻较为紧张, 运力增长受限, 公司则相对富余, 需求的快速增长使得公司明显增加运力的同时依然能够使客座率与票价水平同比明显提升, 这将成为公司业绩弹性的一大亮点;
- **旅客机构变化使国内航线改善明显:** 3季度休闲旅客增加有望驱动国内航线延续同期旺季行情, 而3季度恰为商务活动淡季, 商务旅客减少对航空需求的抑制作用明显淡化, 各航空呈现普涨态势; 公司去年客座率基数较低, 加上经营水平改善, 缩小与其他航空公司差距, 预计旺季来临客座率将有望有所改善, 而票价水平将跟随行业水涨船高。
- **经营管理水平提升, 边际效益改善明显:** 公司经营水平改善, 国内外航线客座率都有不错的表现; 另外在成本控制, 协同效应等方面非常出众, 公司人机比不断下行机型机构不断优化, 公司边际效益持续提升;
- **机型构建符合航空市场发展态势:** 我国航空市场未来的增长空间在于中西部地区的国内航线以及东部地区的国际航线, 未来公司窄体机增速明显高于国航南航, 而国际航线 777 也将增加在欧美长航线的竞争力, 未来公司机型机构将大幅简化, 公司的机型构建完全符合公司航空市场发展态势, 这将提升未来公司的经营效率和效益。
- **“营业税改增值税”利好税负减轻, 油价下行减少成本支出:** “营改增”将有望小幅减少公司税务负担; 而油价下行对于成本支出利好明显, 目前情况下, 油价下行 10%, 增加毛利 10%左右;

## 投资建议与估值

- 我们预计三季度公司主业业绩将同比提升 30%以上, 而三季度盈利将占到全年盈利超过 80%, 因此我们上调公司的盈利预测, 2012 年 EPS 由原来的 0.32 元上调至 0.42 元, 目前股价对应 10.6x2012PE, 接近历史底部, 同样 2.4x2011PB, 0.64x2011PS 等同样接近历史最低, 近年来经营水平的提升使得公司在旺季行情驱动下业绩弹性最大, 因为我们维持“增持”评级, 继续推荐, 尤其是公司 H 股, 我们认为存在较大的投资机会。

## 风险

- 国内外经济持续低迷, 严重影响需求; 中东地区局势动荡, 油价高企;

## 内容目录

国际航线实现量价齐升 .....	3
国内航线旺季预计同比改善也将很明显 .....	4
公司管理水平提升，边际效率提高 .....	6
机队构建计划契合公司市场发展趋势 .....	7
油价下行利好航空业绩改善 .....	8
汇兑收益减少，公司受影响相对较轻 .....	9
估值与投资建议——建议增持，尤其是 H 股东航 .....	9
附录：三张报表预测摘要 .....	11

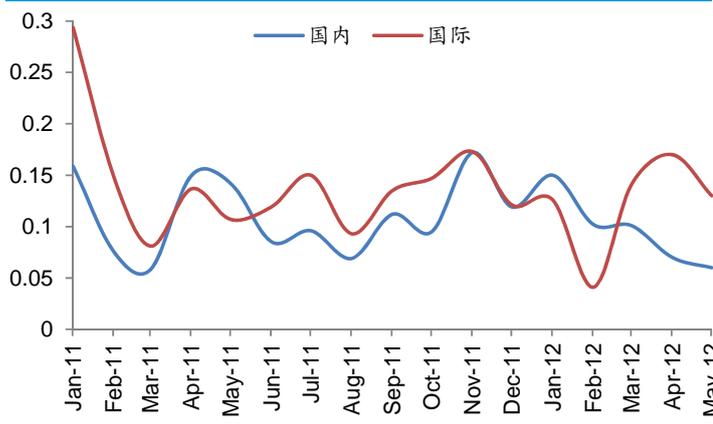
## 图表目录

图表 1: 11 年以来行业增速国际航线明显高于国内航线 .....	4
图表 2: 公司国际航线增速三大航中处于领先 .....	4
图表 3: 公司国际航线客座率逐渐超过行业平均水平 .....	4
图表 4: 公司国际航线客座率大幅高于历史水平 .....	4
图表 5: 2007 年以来东航三季度环比二季度 RPK 和 ASK 增长幅度 .....	5
图表 6: 去年三季度个月三大航国内航线客座率对比 .....	5
图表 7: 东航 11 年客座率明显低于行业，但 12 年缩窄 .....	5
图表 8: 国内航线客座率低于去年同期水平 .....	6
图表 9: 国内航线综合票价指数好于去年水平 .....	6
图表 10: 2011 三大航人工成本变动 .....	6
图表 11: 东航人机比持续下行 .....	6
图表 12: 2011 年东航机队构成情况 .....	7
图表 13: 东部地区旅客增速放缓 .....	7
图表 14: 西部地区航空保持较快的增长速度 .....	7
图表 15: 三大航窄体机座位数增速 .....	8
图表 16: 三大航宽体机座位数增速 .....	8
图表 17: 燃油价格变动 .....	9
图表 18: 人民币汇率变动 .....	9
图表 19: 人民币升值 1% 航空公司汇兑收益（百万） .....	9
图表 20: 三大航 A 股和港股的股价对比 .....	10
图表 21: 东航 ROE 明显较高 .....	10
图表 22: 公司 PS 值接近历史底部 .....	10

## 国际航线实现量价齐升

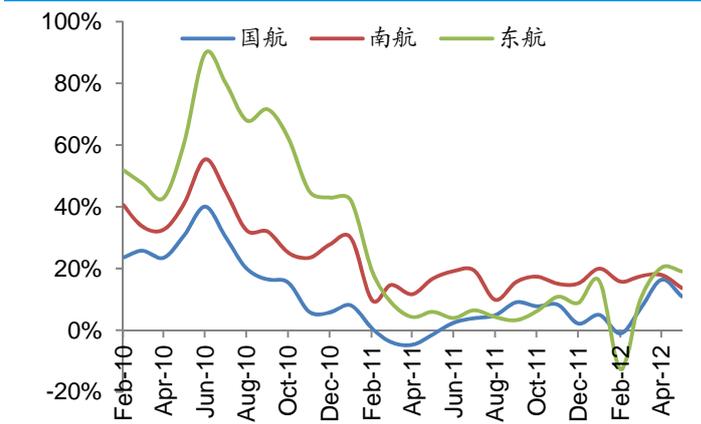
- 尽管国际经济表现不佳，但行业国际航线一直保持较快增长，今年以来 RPK 月均增速达到 13% 左右，明显高于国内航线约 9% 的增速。而公司国际航线增速今年以来也快速提升，从去年下半年的 6-7% 的增速快速回升至近三个月的 18% 以上，近期增速已经明显超越行业平均水平，我们认为公司国际航线快速增长的原因如下：
  - **我国处于出境游消费升级的加速期：**尽管国内外经济有所下滑，但是出境游消费并没有受到经济下滑的明显影响，随着居民消费能力的上升以及欧美日本等对华签证政策的放松，国内出境游人数保持快速的增长，驱动国际航线快速增长，而公司也明显受益于此行业趋势；
  - **日韩航线低基数，恢复性快速增长：**2011 年日本地震对公司日韩航线影响最大，日韩航线基数明显偏低，随着地震因素的逐渐散去，航线恢复性增长叠加日本放松对华签证将使得航线需求保持快速增长态势；
- 尽管国际航线增速也有所回升，但近期东航国际航线增速明显超越行业平均增长水平，个别月份甚至比国际航线重点投放的南航还高，我们认为公司国际航线的高增长还将延续：
  - **首先：公司国际航线的经营管理能力和竞争力有明显加强：**公司国际航线另外 2011 年公司加入天合联盟，在航线、网络等方面得到了优化，共享联盟资源，为旅客提供航班时刻等服务的选择更加多样化，市场影响力进一步提高，竞争力得到了明显加强，国际航线经营效率提升十分显著；
  - **其次：竞争对手运力增长受到时刻资源的限制，溢出效应也非常明显，公司一方面有更多的航空时刻资源可以利用，另一方面可以在运力快速增长的同时实现客座率和票价水平的提升：**公司欧美航线近期也呈现稳步增长态势，首先在于国内出境游人数的增长；其实欧美航空公司航空时刻较为紧张，运力投放增长受限，而公司航空时刻相对较为富余，航空时刻充足使得公司能够在重点航线投入足够的运力，而需求的快速增长保证客座率与票价也能够实现同比明显改善；
- **三季度公司国际航线客座率将有望继续大幅高于历史水平，同比改善将非常显著，并且将有望带动票价水平创下历史新高：**
  - 过去由于公司在国际长航线上竞争力的不足，导致公司客座率明显低于行业平均水平，但由于国际航线三季度同样是旅游旺季，旅客量环比 2 季度将大幅增加，但同样由于竞争对手时刻资源已经饱和的限制，很多航线运力的增速将明显低于需求的增速，这将带动公司客座率水涨船高，同时由于公司尚有富余时刻可增加，预计公司三季度国际航线的运力投放也将有望获取高增长，而且这种高增长并不会以降低收益品种为代价。
  - 我们预计三季度公司国际航线的 ASK 增速将达到 15-20%，行业性的供不应求将使公司过去几个月国际航线客座率同比提升 4-5 个百分点的趋势得以延续，幅度甚至有可能扩大，这使得公司三季度国际航线客座率有望达到 85% 左右，而供不应求的格局也有望使票价水平得以明显回升，我们预计幅度将高于 3 个百分点，**国际航线业绩的大幅改善将有望成为三季度公司经营最大的亮点。**

图表1: 11年以来行业增速国际航线明显高于国内航线

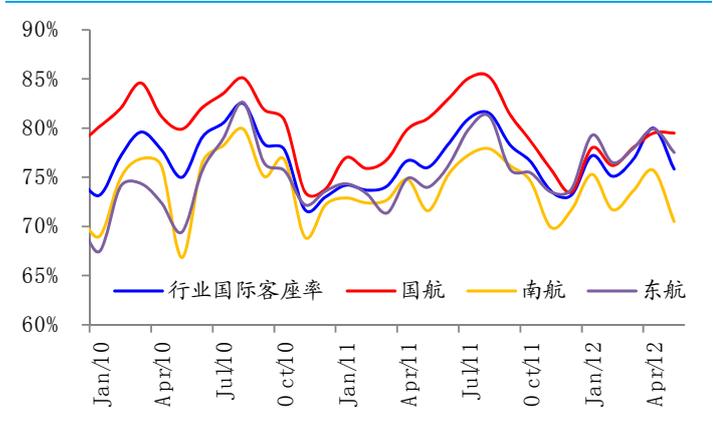


来源: 国金证券研究所, Wind 资讯

图表2: 公司国际航线增速三大航中处于领先

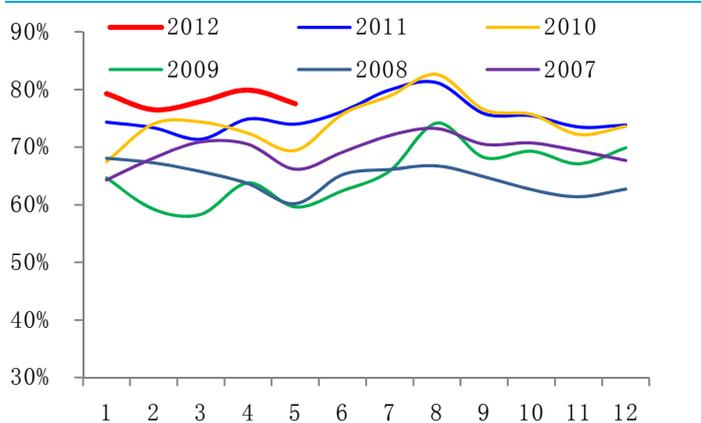


图表3: 公司国际航线客座率逐渐超过行业平均水平



来源: 国金证券研究所

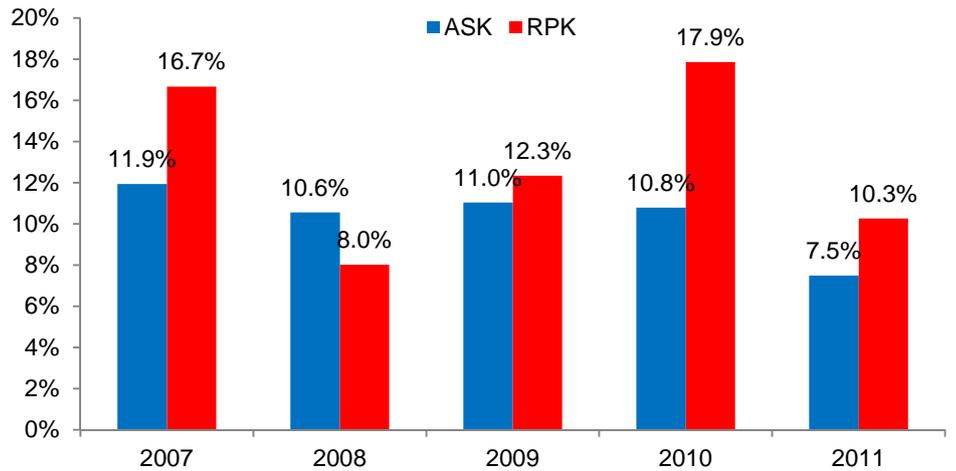
图表4: 公司国际航线客座率大幅高于历史水平



### 国内航线旺季预计同比改善也将很明显

- 从同比增速上看, 三季度行业需求有望筑底回升: 我们认为行业需求将筑底逐步回升, 行业需求增速的底部已经比较接近, 三季度行业国内航线需求增速有望恢复至 10% 左右, 而公司也有望达到行业平均增长水平:
  - 从经济情况看, CPI 从高位滑落, 预计 6 月将降至 3% 以下, 三季度可能进一步下行, 高通胀对航空消费的抑制有望得到缓解;
  - 其次, 本轮经济下滑并没有导致我国失业率和整体居民收入的明显下滑, 我们之前的回顾部分也分析过休闲旅客需求受经济下滑的影响将小于商务旅客, 况且三季度航空需求旺季主要是学生放暑假带来大量的需求, 某种意义上是“小孩”经济, 预计受经济下滑的影响将有望更小;

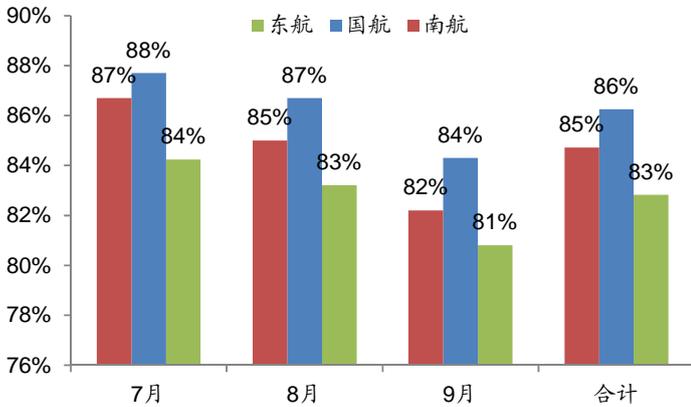
图表5: 2007年以来东航三季度环比二季度 RPK 和 ASK 增长幅度



来源: 国金证券研究所, CAAC

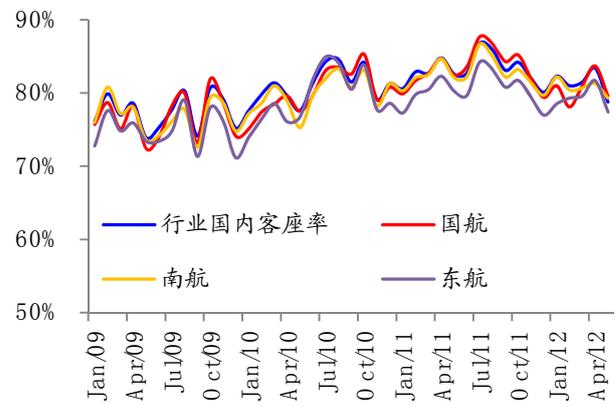
- 低基数将使公司客座率同比下降程度明显低于行业平均水平, 三季度有望与去年同期持平或略有增长。
  - 今年预计行业运力增速将达到较高水平, 虽然需求也有明显提升, 但预计难以达到去年同期严重供不应求的局面, 这将使得行业国内航线客座率将同比有所下降, 但我们预计下降幅度将低于 2 个百分点。
  - 但是, 由于去年公司三季度国内航线客座率明显低于其他航空公司的水平, 一方面是过去公司竞争力有所不足, 另一方面去年三季度公司运力增长要明显快于其他航空公司, 导致公司基数偏低。随着公司经营能力的提升以及低基数的影响, 我们预计三季度公司国内航线客座率将略有提升。

图表6: 去年三季度个月三大航国内航线客座率对比



来源: 国金证券研究所

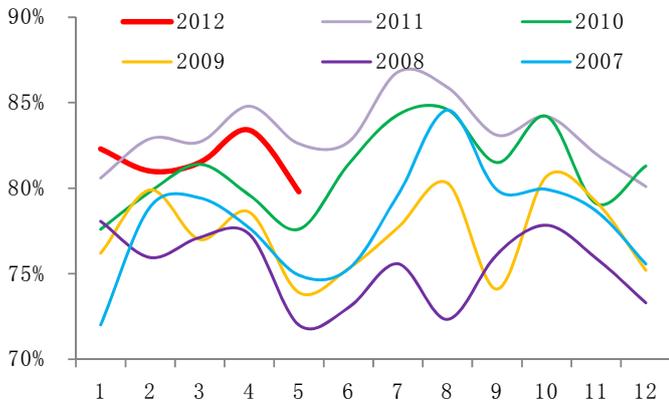
图表7: 东航 11 年客座率明显低于行业, 但 12 年缩窄



- 行业竞争格局的优化将使行业国内航线票价水平稳步提升, 而公司也将因此明显受益:
  - 我们以今年 5 月航空数据为例, 受到需求低迷影响, 5 月客座率仅为 79.8%, 下滑 2.8 个百分点, 但同期国内航线综合票价指数达到 112, 同比上升了约 0.4%。从历史上来说, 一般客座率下滑会导致票价水平出现更大的下滑, 但 5 月客座率大幅下滑近 3% 的情况下, 票价水平反而有所提升。

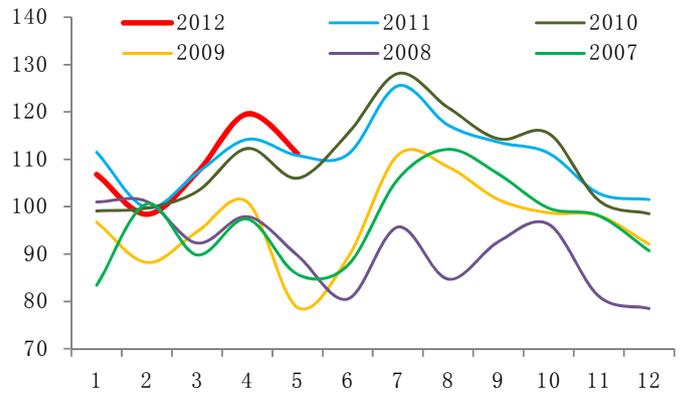
- 由于 5 月票价水平的基数较高，后续旺季将有望获得明显的环比改善，我们认为三季度行业裸票票价水平同比也将明显提升，公司提升幅度预计将与行业平均水平相当，我们预计不会低于 3 个百分点。

图表8: 国内航线客座率低于去年同期水平



来源: 国金证券研究所

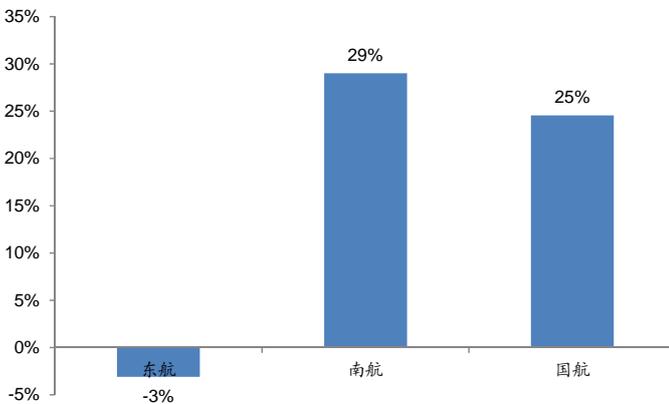
图表9: 国内航线综合票价指数好于去年水平



### 公司管理水平提升，边际效率提高

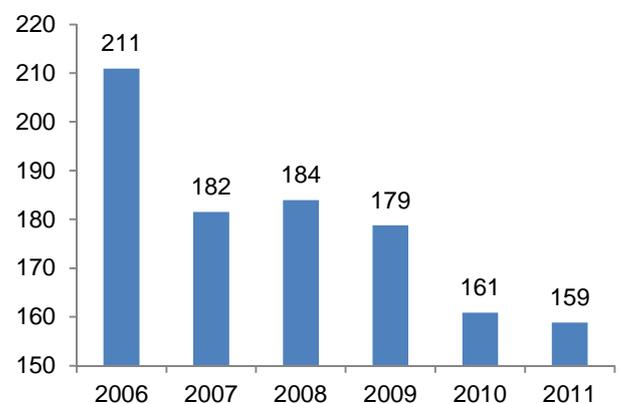
- **收益管理和航线管理能力明显提升:** 近年来，特别是合并上海航空以来，公司经营管理水平迅速提升，效率显著提升，竞争力改善逐步体现，公司 2011 年单位收益同比增加 3.3%，改善幅度较为明显，2012 年有望进一步提升；
- **成本控制更加得力:** 公司明显加大的成本控制力度，单位成本的下降则显示了公司在成本控制方面的出众表现；2011 年公司单位成本增加 8%，而南航与国航增速分别为 15.6% 与 14%。以人工成本为例，2011 年公司人工同比下降 3%，为三大航中人工成本唯一下降的航空公司，同期国航和南航同比大幅上升，增幅分别为 25%、29%。
- **人机比持续下行:** 2006 年以来，公司人机比呈现逐步下行的态势，2011 年人机比达到 159，较 2006 年 211 的最高值有了明显的改善，人机比的下行体现了公司效率的提升，也是公司人工成本下行的重要原因，我们认为这种趋势仍将得到延续。

图表10: 2011 三大航人工成本变动



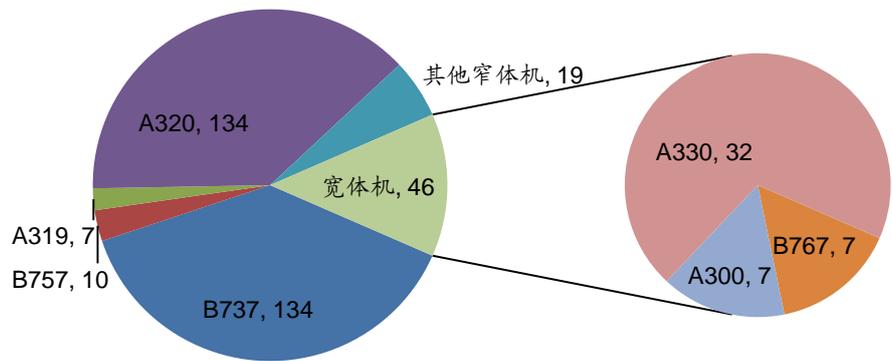
来源: 国金证券研究所 公司公告

图表11: 东航人机比持续下行



- **机型结构优化战略清晰：**东航曾是三大航中机型结构最复杂的公司，复杂的机队构成以及老化影响飞机使用，在于上航合并之后，公司引进机型思路更加清晰，机队构成进一步得到简化，老旧飞机逐渐淘汰，使得未来机型机构更加的合理，将逐步形成 320、737 和 330、777 为主的机型结构。机型结构的优化将在提升飞机、人力资源利用效率，减少维修成本及燃油消耗等方面为公司带来利好

图表12: 2011年东航机队构成情况

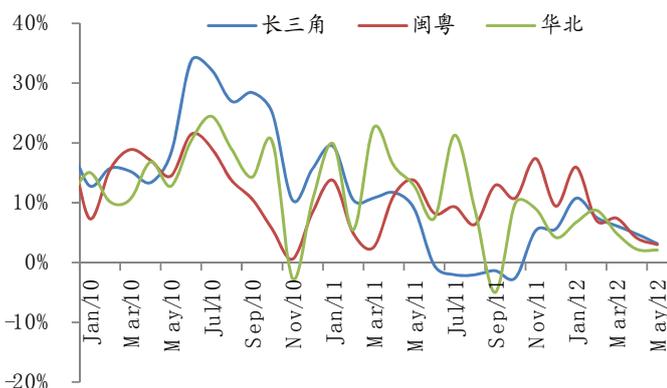


来源：国金证券研究所，公司公告

### 机队构建计划契合公司市场发展趋势

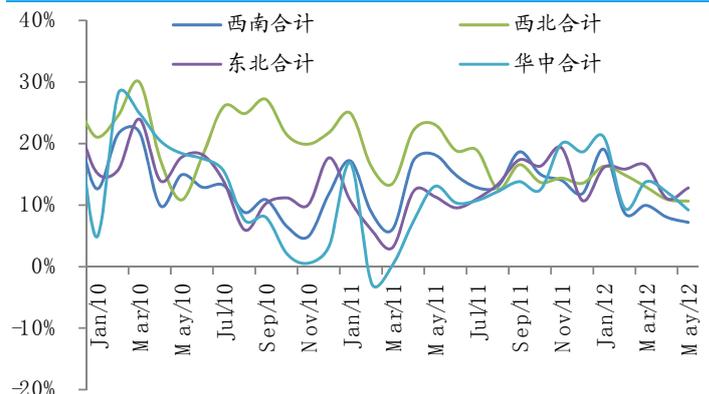
- 由于我国区域发展不平衡，东部地区主要城市的人均 GDP 已经超过一万美元，而中西部地区仅有 3000-4000 美元，这导致中西部地区仍将是国内航线消费升级的主体，而东部地区将进入国际航线消费升级的阶段，同时，空域的问题也加强了这种趋势——西部机场普遍仍较大的空域空间，而东部地区主要机场均空域紧张，有限的空域资源也优先保障国际航线。这种趋势将使得我国航空市场未来的增长空间在于中西部地区的国内航线以及东部地区的国际航线。

图表13: 东部地区旅客增速放缓



来源：国金证券研究所，CAAC

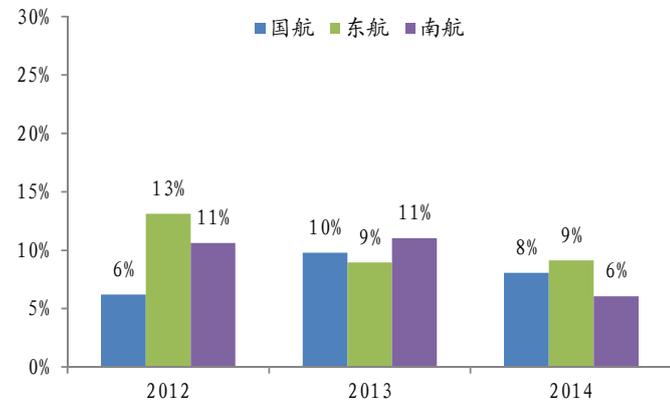
图表14: 西部地区航空保持较快的增长速度



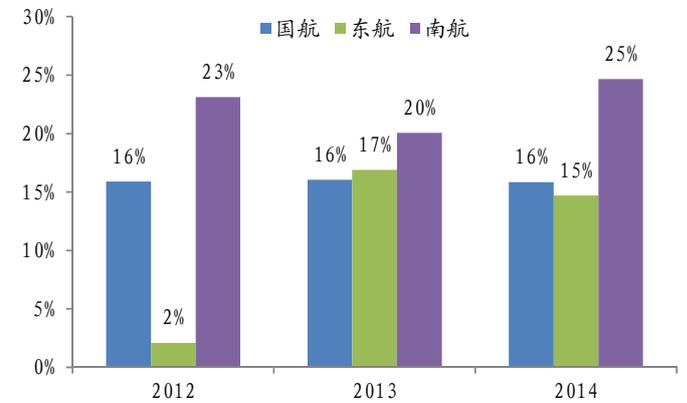
- 由于需求特性以及机型的成本特征，一般而言窄体机更适合于中短途航线，而宽体机更适用需求量大的中长途航线以及长途国际航线，因此，一般而言，机队的规划需要契合公司所处市场的特性以及公司未来的发展方向，才能使经营效率和效益最大化。

- 中西部国内航线、东南亚和东北亚航线由于需求以及航距的特性，一般更适用于窄体机，而欧美长航线更适用于宽体机；一般而言，同样的市场里，窄体机经营的灵活性远远高于宽体机。
- 由于公司国际航线中短途航线占比比较高，而且就竞争力和盈利能力而言，东北亚航线是公司的黄金航线，而在欧美长航线上，公司竞争力仍有所不足，因此，公司未来几年是三大航中窄体机增速最快，而宽体机增速最快的航空公司，这将使公司更加能够把握市场，提升公司的经营能力。
- 同时，未来宽体机中 777 的交付，也将使公司在欧美长航线上的竞争力明显加强。
- 另外，宽体机队构成进一步简化也将使公司经营明显受益，公司宽体机增速低于其他两大航空公司，目前宽体机队中包含 B767, A300, A330，按照公司飞机引进计划，主要发展 A330 相关机型，A300 与 B767 将逐批退出市场，这使得公司宽体机进一步简化，有利于提升人员与飞机利用率，减少培训成本与飞机维修成本，减少燃油消耗；

图表15: 三大航窄体机座位数增速



图表16: 三大航宽体机座位数增速



来源: 国金证券研究所, 公司公告

### 油价下行利好航空业绩改善

- 国际经济的下滑以及石油供给的增加，使得二季度油价出现大幅下跌，也导致航空煤油价格的大幅下跌，航空煤油价格的大幅下降将利好航空公司业绩的改善：
  - 国内航线燃油附加费和油价同步调整，而燃油附加费一般能够覆盖因价格变动的燃油成本 80%左右，这使得油价下降对国内航线燃油成本的静态弹性明显下降。
  - 但由于国内航空公司采取“控量保价”措施，而且行业已经进入三季度旺季，燃油附加费的下降一定程度上也使航空公司裸票价格具有一定上涨空间，从而使收入段受燃油附加费下降的影响有所减少，因而动态来看，油价下行仍将是国内航线有较好的业绩弹性。
  - 相对于国内航线而言，国际航线燃油附加费传导比例低，而且相对更加市场化，在面临旺季的情况下，调整的步伐明显较慢，而幅度也有望低于油价下降的水平。
- 以静态测算，我们预计油价下行 10%将有望增加毛利 10%左右，我们判断三季度油价将同比下降 10%左右。

图表17: 燃油价格变动

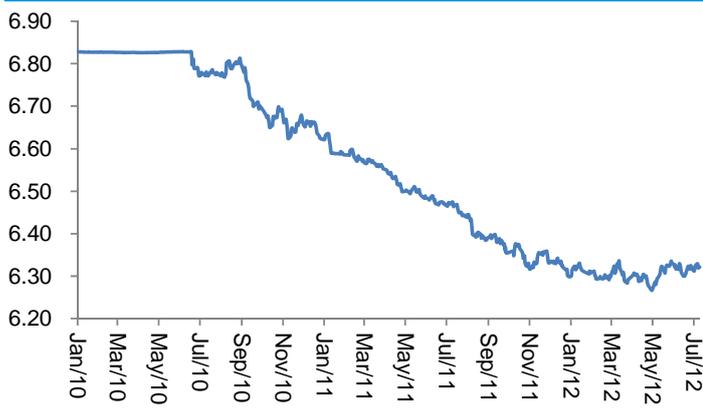


来源: 国金证券研究所, Wind 资讯

### 汇兑收益减少, 公司受影响相对较轻

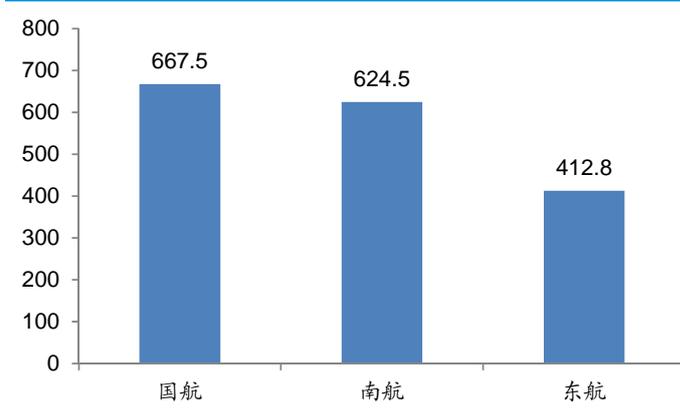
- 从长期来看, 受到贸易不平衡以及国内产业升级等影响, 人民币仍将保持升值的态势, 但短期内受到经济低迷影响, 人民币升值动力不足, 甚至出现一定幅度的贬值, 预计全年贬值幅度在 1%左右, 以 11 年报计算, 公司汇兑收益损失 4.1 亿元。
- 11 年全年人民币升值在 4.9%左右, 汇兑收益大增, 东航全年汇兑收益达到 18.7 亿元左右, 在三大航中总量最小, 汇率变化带来的影响也相对较轻;
- 汇兑收益对于航空公司而言起到的主要是锦上添花的催化剂作用, 核心依然还是主业经营情况; 随着公司经营水平的提升, 汇兑收益对公司盈利能力的影 响将进一步减轻。

图表18: 人民币汇率变动



来源: 国金证券研究所, Wind 资讯, 公司公告

图表19: 人民币升值 1%航空公司汇兑收益 (百万)

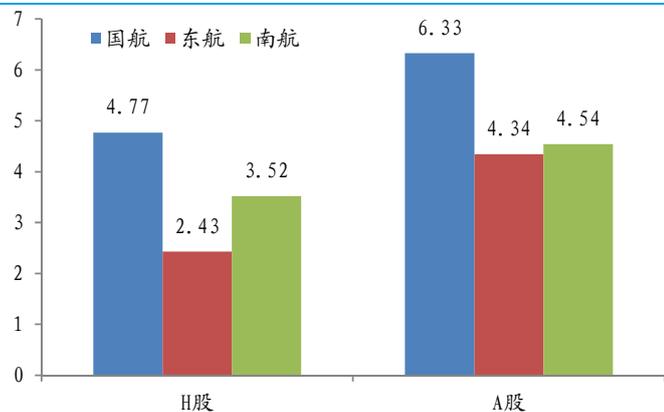


### 估值与投资建议——建议增持, 尤其是 H 股东航

- 旺季旅客结构变化将会带来航空股业绩出现明显的回升, 燃油成本的下行利好公司业绩改善, 我们坚定看好旺季行情, 公司管理水平的提升将会使得公司业绩改善最为显著, 弹性最大, “营改增”也将减轻公司税负水平;

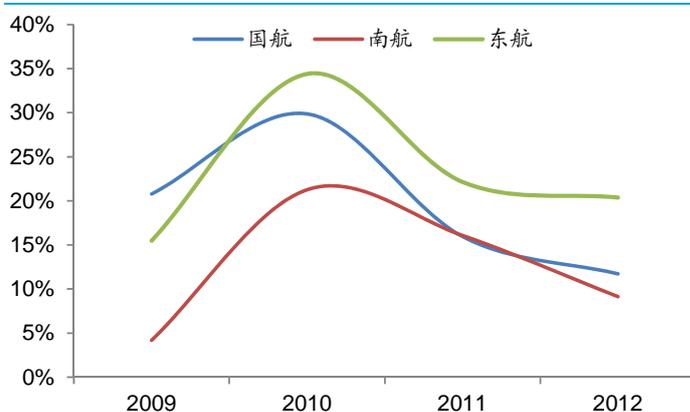
- 资产负债率较高，在相同盈利能力下 ROE 水平也明显较高，因此，对于不同资产负债率的公司而言，简单用 PB 来进行估值对比有失偏颇，在行业处于正常盈利水平的情况下，我们认为 PE 是更好的估值对比工具。
- 根据我们目前对三大航盈利预测，三大航 A 股的 PE 估值水平东航最低，将比国航南航低 20-30%。因此，随着公司经营能力逐渐改善，A 股市场尽管逐渐有所反映，但反映仍不是特别充分。
- 而 H 股的估值则存在严重偏差，目前 H 股中东航的估值仅为国航的 50%、南航的 69%，由于我们预计东航经营业绩将超越南航，并明显拉近与国航的差别，这种股价价差明显不合理，并没有反映出东航管理改善所带来的业绩明显回升，因此我们认为具有很大的估值修复机会。
- 我们上调公司的盈利预测，2012 年 EPS 由原来的 0.32 元上调至 0.40 元，目前股价对应 10.9x2012PE，接近历史底部，同样 2.4x2011PB，0.64x2011PS 等同样接近历史最低，处于较低水平，具有明显的安全边际，近年来经营水平的提升使得公司在旺季行情驱动下业绩弹性最大，因为我们维持“增持”评级，继续推荐，尤其是公司 H 股，我们认为存在较大的投资机会。

图表20: 三大航 A 股和港股的股价对比

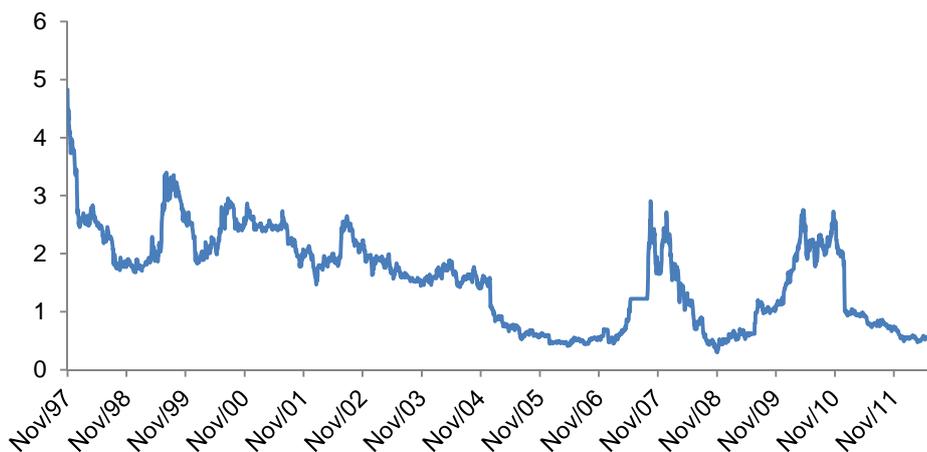


来源: 国金证券研究所, Bloomberg

图表21: 东航 ROE 明显较高



图表22: 公司 PS 值接近历史底部



来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	39,831	74,958	83,975	94,437	105,435	115,409	货币资金	2,192	5,027	6,755	900	967	967
增长率		88.2%	12.0%	12.5%	11.6%	9.5%	应收款项	2,901	4,598	3,920	5,410	6,040	6,612
主营业务成本	-37,248	-60,727	-70,448	-77,025	-86,345	-93,401	存货	932	1,287	1,556	1,688	1,892	2,047
%销售收入	93.5%	81.0%	83.9%	81.6%	81.9%	80.9%	其他流动资产	839	808	1,481	777	870	940
毛利	2,583	14,232	13,527	17,412	19,091	22,009	流动资产	6,864	11,721	13,712	8,775	9,769	10,566
%销售收入	6.5%	19.0%	16.1%	18.4%	18.1%	19.1%	%总资产	9.5%	11.6%	12.2%	8.3%	9.3%	10.3%
营业税金及附加	-1,019	-1,463	-1,803	-2,213	-2,539	-2,858	长期投资	1,153	1,456	1,501	1,502	1,501	1,501
%销售收入	2.6%	2.0%	2.1%	2.3%	2.4%	2.5%	固定资产	61,578	75,506	84,651	84,602	83,376	80,900
营业费用	-2,970	-5,325	-5,406	-5,676	-6,271	-6,929	%总资产	85.5%	74.9%	75.4%	80.5%	79.7%	78.8%
%销售收入	7.5%	7.1%	6.4%	6.0%	5.9%	6.0%	无形资产	1,992	11,472	11,588	10,218	9,945	9,715
管理费用	-1,539	-2,656	-2,576	-2,962	-3,407	-3,747	非流动资产	65,155	89,089	98,503	96,324	94,824	92,118
%销售收入	3.9%	3.5%	3.1%	3.1%	3.2%	3.2%	%总资产	90.5%	88.4%	87.8%	91.7%	90.7%	89.7%
息税前利润 (EBIT)	-2,944	4,788	3,741	6,560	6,874	8,474	<b>资产总计</b>	<b>72,019</b>	<b>100,810</b>	<b>112,215</b>	<b>105,099</b>	<b>104,594</b>	<b>102,684</b>
%销售收入	n.a	6.4%	4.5%	6.9%	6.5%	7.3%	短期借款	15,258	17,810	21,404	31,447	24,018	14,366
财务费用	-1,639	-431	441	-1,638	-1,056	-1,199	应付款项	16,399	16,158	16,698	17,326	19,405	21,053
%销售收入	4.1%	0.6%	-0.5%	1.7%	1.0%	1.0%	其他流动负债	4,006	5,200	5,562	7,298	7,994	8,557
资产减值损失	-118	-427	-799	-23	-3	-2	流动负债	35,663	39,168	43,665	56,071	51,417	43,976
公允价值变动收益	3,775	833	87	0	0	0	长期贷款	13,005	23,355	21,103	21,103	21,103	21,104
投资收益	-23	119	128	100	100	100	其他长期负债	19,738	21,711	25,302	2,500	2,500	2,500
%税前利润	n.a	2.0%	2.5%	2.0%	1.7%	1.4%	<b>负债</b>	<b>68,406</b>	<b>84,234</b>	<b>90,070</b>	<b>79,675</b>	<b>75,021</b>	<b>67,580</b>
营业利润	-950	4,882	3,598	4,998	5,916	7,372	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,104</b>	<b>15,577</b>	<b>20,437</b>	<b>23,700</b>	<b>27,833</b>	<b>33,348</b>
营业利润率	n.a	6.5%	4.3%	5.3%	5.6%	6.4%	少数股东权益	510	999	1,708	1,724	1,740	1,755
营业外收支	1,590	959	1,570	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>72,019</b>	<b>100,810</b>	<b>112,215</b>	<b>105,099</b>	<b>104,594</b>	<b>102,684</b>
税前利润	640	5,841	5,168	5,001	5,919	7,375	<b>比率分析</b>						
利润率	1.6%	7.8%	6.2%	5.3%	5.6%	6.4%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-81	-138	-265	-257	-304	-379	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.6%	2.4%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	每股收益	0.056	0.477	0.433	0.419	0.497	0.619
净利润	559	5,703	4,902	4,745	5,615	6,997	每股净资产	0.324	1.381	1.812	2.102	2.468	2.957
少数股东损益	20	323	16	16	16	16	每股经营现金净流	0.500	0.926	1.194	1.235	1.559	1.707
归属于母公司的净利润	540	5,380	4,887	4,729	5,599	6,981	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	1.4%	7.2%	5.8%	5.0%	5.3%	6.0%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	17.39%	34.54%	23.91%	19.95%	20.12%	20.93%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	0.75%	5.34%	4.35%	4.50%	5.35%	6.80%
净利润	559	5,703	4,902	4,745	5,615	6,997	投入资本收益率	-8.06%	8.09%	5.28%	7.73%	8.45%	11.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	5,451	7,413	7,371	7,739	8,764	9,739	主营业务收入增长率	-4.81%	88.19%	12.03%	12.46%	11.65%	9.46%
非经营收益	-2,203	-593	32	1,156	1,362	1,106	EBIT增长率	-52.29%	-262.62%	-21.86%	75.35%	4.79%	23.27%
营运资金变动	955	-2,079	1,194	291	1,845	1,412	净利润增长率	N/A	896.84%	-9.18%	-3.23%	18.40%	24.68%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>4,762</b>	<b>10,444</b>	<b>13,500</b>	<b>13,930</b>	<b>17,586</b>	<b>19,254</b>	总资产增长率	-1.08%	39.98%	11.31%	-6.34%	-0.48%	-1.83%
资本开支	-7,580	-9,429	-13,097	-5,545	-7,258	-7,028	<b>资产管理能力</b>						
投资	210	2	-108	-1	0	0	应收账款周转天数	11.6	8.5	9.4	9.0	9.0	9.0
其他	-1,225	-166	-1,576	100	100	100	存货周转天数	8.8	6.7	7.4	8.0	8.0	8.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-8,595</b>	<b>-9,593</b>	<b>-14,780</b>	<b>-5,446</b>	<b>-7,158</b>	<b>-6,928</b>	应付账款周转天数	88.6	53.9	51.1	50.0	50.0	50.0
股权募资	14,056	519	1,005	0	0	0	固定资产周转天数	510.9	331.6	311.1	272.5	236.8	205.9
债权募资	-9,698	3,890	4,072	-13,063	-7,429	-9,651	<b>偿债能力</b>						
其他	-2,267	-5,075	-2,977	-1,277	-2,931	-2,675	净负债/股东权益	721.47%	217.58%	172.71%	212.97%	157.75%	105.40%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>2,091</b>	<b>-666</b>	<b>2,099</b>	<b>-14,339</b>	<b>-10,360</b>	<b>-12,326</b>	EBIT利息保障倍数	-1.8	11.1	-8.5	4.0	6.5	7.1
<b>现金净流量</b>	<b>-1,742</b>	<b>185</b>	<b>819</b>	<b>-5,855</b>	<b>67</b>	<b>0</b>	资产负债率	94.98%	83.56%	80.27%	75.81%	71.73%	65.81%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	7	11	25
增持	0	1	2	5	12
中性	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>1.00</b>	<b>1.43</b>	<b>1.50</b>	<b>1.54</b>	<b>1.53</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B